

Erhofftes Wachstum gefährdet, Stabilität beeinträchtigt: Globale Kapitalmarktturbulenzen treffen Fiskus und Volkswirtschaft Rußlands

Hishow, Ognian N.

Veröffentlichungsversion / Published Version
Forschungsbericht / research report

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Hishow, O. N. (1998). *Erhofftes Wachstum gefährdet, Stabilität beeinträchtigt: Globale Kapitalmarktturbulenzen treffen Fiskus und Volkswirtschaft Rußlands*. (Aktuelle Analysen / BIOst, 4/98). Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-47306>

Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

Erhofftes Wachstum gefährdet, Stabilität beeinträchtigt

Globale Kapitalmarkturbulenzen treffen Fiskus und Volkswirtschaft Rußlands

Zusammenfassung

Die russische Volkswirtschaft erlebte seit Ende der 80er Jahre einen tiefgreifenden Strukturwandel mit entsprechenden Folgen für Beschäftigung und Einkommen. Um die allgemeine Verarmung zu überwinden, war Wachstum dringend geboten. Tatsächlich schien die Wirtschaft Ende 1997 auf einen Wachstumspfad übergegangen zu sein. Dies ist unter anderem auf die allgemeine Liberalisierung der ehemals zentralistischen russischen Wirtschaft und ihre Integration in die Weltwirtschaft zurückzuführen. Vor allem letzteres erweist sich aber als ein Problem – seit die südostasiatischen Finanzmärkte von Turbulenzen erfaßt wurden, mehren sich die Zeichen, daß die Wachstumsaussichten Rußlands 1998 erneut in Frage gestellt sind. Die inzwischen relativ hohe Abhängigkeit der öffentlichen Finanzen vom Ausland ruft einen Bumerangeffekt hervor: Weil auf anderen Finanzmärkten, insbesondere im südostasiatischen Raum, Liquiditätsengpässe entstanden sind, ziehen sich Anleger, vor allem koreanische Großbanken, aus Rußland zurück. Daraufhin verteuern sich die staatlichen Schuldverschreibungen und der Wechselkurs des Rubels gerät unter Druck. Im Endeffekt wird der Haushalt noch mehr durch den Schuldendienst belastet. Ferner verteuern sich die Kredite an die Unternehmen mit wachstumshemmenden Folgen.

Stabilitätspolitischer Rückschlag Ende 1997

Schätzungen weisen darauf hin, daß der Strukturwandel in der Volkswirtschaft der Russischen Föderation mehr als 10 Jahre, zwischen 1985/86 und 1997, in Folge angehalten hat. Die "Große Rezession" hat die USA weniger schwer getroffen als die Transformationsrezession die Bevölkerung Rußlands in seiner späten Sowjet- und postsowjetischen Phase. Die Lage wurde durch eine wirkungslose Wirtschaftspolitik verschärft, welche anstatt konzeptionell zu agieren, allenfalls (verzögert) zu reagieren versuchte. Erst nach und nach – insbesondere nach 1995, als klar wurde, daß ohne einen radikalen Kurswechsel die Wirtschaftskrise nicht zu überwinden ist – ging man zu einer in sich konsistenteren Stabilisierungsstrategie über. Sie zielte auf eine Eindämmung der Hyperinflation durch Anwendung geeigneter geld- und wechsellkurspolitischer Instrumente ab und trug in größerem Maße der Interdependenz zwischen der Geld-, Finanz- und Einkommens- (Preis-)politik Rechnung. Im Endeffekt konnte die Preissteigerungsrate von jährlich 2500% 1992 auf rund 10% 1997 zurückgeführt werden; ferner wurden der Wechselkurs des Rubels stabilisiert und

berechenbar gemacht, die Inflationserwartungen der Produzenten abgebaut und die Kreditzinsen deutlich gesenkt.

Ordnungspolitisch wurde die Privatisierung – als formaler Rückzug des Staates aus dem Eigentum an den Aktiva der Unternehmen – vorangetrieben, ein Wertpapier- bzw. Kapitalmarkt wurde nach fast 80jähriger Unterbrechung wieder eingerichtet, das Bankensystem zumindest im Ansatz konsolidiert und in weiten Bereichen die Öffnung der Wirtschaft zugelassen. Ein konvertibler Rubel¹, Regelung des externen Schuldendienstes mit dem Pariser und Londoner Klub, ein Kreditrating und die bereits erfolgte und angestrebte Mitgliedschaft in wichtigen internationalen Finanz- und Handelsorganisationen unterstreichen und stützen zugleich die Integration der russischen Volkswirtschaft in die Weltwirtschaft. Ganze Arbeit leistet trotz der kürzlichen Schwächung die Mannschaft der Jungreformer in der politischen Führung des Landes, während der demokratisch gewählte Präsident als Garant für die Kontinuität der Reform verstanden wird. Es schien nun plausibel, daß alle diese Schritte in die richtige Richtung in einer Erholung bzw. im Wachstum fruchten werden. Tatsächlich war es Ende 1997 gelungen, die Wachstumsrate des offiziellen Bruttoinlandsprodukts (BIP) – endlich² – aus dem negativen Bereich herauszuführen. Die Weichen schienen auf Wachstum gestellt zu sein, und die meisten Vorhersagen gingen (euphorisch oder verhalten optimistisch, je nach politischer Positionierung) davon aus.³ Die jüngste Ernüchterung kommt jedoch aus einer unerwarteten Richtung: Seit die südostasiatischen Finanzmärkte von Turbulenzen erfaßt wurden, mehren sich die Zeichen, daß die Wachstumsaussichten Rußlands 1998 erneut in Frage gestellt sind.

Rußland und die Globalisierung: Finanz- und wirtschaftspolitische Aspekte

Die Integration des russischen Kapitalmarktes in die globalisierten Finanzmärkte ist mittlerweile vorangeschritten. Nachdem sich die russische Wirtschaftspolitik mit der Akzeptanz ausländischen Kapitals lange Zeit schwer getan hat – mangelnde praktische Erfahrung und falscher Patriotismus zeichneten dafür verantwortlich – begann nach 1995 der Fremdkapitalzufluß zuzunehmen. Allerdings ist das ausländische Kapitalengagement ungleichmäßig strukturiert. Der Anteil der Unternehmensaktiva in nichtrussischer Hand liegt bei lediglich ca. 2%. Dagegen schwoll der Strom der Wertpapierkäufe massiv an. Weil die Regierung zur Deckung der Haushaltsdefizite einen Großteil der inländischen Ersparnis beansprucht, sind inflationsfrei mobilisierbare inländische Geldressourcen nicht mehr ausreichend vorhanden. Das machte die Öffnung vor allem des heimischen Anleihenmarktes erforderlich. Ein positiver Effekt war ein allgemeiner Renditenrückgang auf nominal ca. 17% noch im Oktober 1997. Eine weitere Schuldendienst-erleichterung schaffte sich die Regierung durch Festlegung von – in US-\$ gerechneten – Renditenobergrenzen für Ausländer. Die Kontrolle erfolgt über sog. S-Konten bei ermächtigten Banken. Zugleich wurden Ausländer von der Kapitalertragssteuer (für Inländer 15%) befreit. Mittlerweile halten Ausländer über S-Konten mehr als ein Viertel des GKO⁴-Marktes, nicht gerechnet die Dunkelziffer über russische Strohmänner. Die Liberalisierung ist inzwischen vorangeschritten – jetzt dürfen Ausländer auch am Sekundärhandel teilnehmen und nicht erst die Fälligkeit abwarten. 1998 sollen die letzten Restriktionen wegfallen; lediglich der Überweisungsverkehr ins Ausland wird zur Rubelkursüberwachung nach wie vor über Terminkontrakte erfolgen, wobei die Zentralbank die Kontrolle über die S-Konten ausüben will.

Wie umfassend die Abhängigkeit des heimischen Anleihen- und Wertpapiermarktes vom Rest der Welt ist, zeigte die Börsenkrise von November 1997, die erste in der jüngeren Geschichte des

¹ Nach Artikel VIII der Statuten des Internationalen Währungsfonds für Leistungsbilanztransaktionen.

² Im Vergleich zu den meisten anderen postkommunistischen Ländern verspätet.

³ Roland Götz, Rußlands Wirtschaft 1997: Lage stabilisiert, Stimmung verbessert, Aktuelle Analyse des BIOst, 52/1997; EBRD, Transition Report, London 1997; Andrej Ilarionov, Institut für Wirtschaftsanalyse Moskau, zit. nach Izvestija, 9.10.1997, S. 4; Wirtschaftsforschungsinstitute Berlin, Kiel und Halle, Die wirtschaftliche Lage Rußlands, 11. Bericht, u.a.m.

⁴ GKO – dreimonatige föderale Schuldverschreibungen. Sie repräsentieren ca. drei Viertel der Regierungsschuld.

Landes. Weil auf anderen Finanzmärkten, insbesondere im südostasiatischen Raum, Liquiditätsengpässe entstanden sind, ziehen sich Anleger, vor allem koreanische Großbanken, aus Rußland zurück. Sie verkaufen ihre GKO-Scheine, tauschen die Rubelerlöse in amerikanische Dollar um und lösen somit einen Druck auf den Wechselkurs des Rubels aus. Wechselkurspolitisch war die Moskauer Zentralbank daraufhin gezwungen, den Refinanzierungssatz zu erhöhen und den Lombardsatz⁵ anzupassen. Eine weitere Folge war, daß die in den letzten Monaten mühsam gesenkte Rendite auf dem Sekundärmarkt für staatliche Schuldverschreibungen (GKO) erneut gestiegen ist – sie hat sich bisweilen fast verdreifacht. Beide Effekte gefährden den Aufschwung, weil einerseits die Schuldendienstaufwendungen des Staates zunehmen und die Ausgaben an anderer Stelle wachstumsfeindlich beschnitten werden müssen. Zum anderen würden höhere Kreditzinsen produktive Investitionen mit ebenfalls wachstumsdämmender Wirkung ab. Nach wie vor ist durch die zinspolitischen Schritte der Zentralbank der Druck auf den Rubel nicht überwunden worden, insbesondere wenn die Bevölkerung ihr Vertrauen in die heimische Währung verlieren sollte. Dann würden auch die Banken in Mitleidenschaft gezogen werden, weil viele Ausländer Terminkontrakte abgeschlossen haben, die in den nächsten Wochen und Monaten fällig sind. Im Fall etwaiger Kurskorridoraufgabe müssen die zusätzlichen Wechselkurseinbußen von ihnen übernommen werden. Ferner haben russische Banken Kredite in konvertiblen Währungen aufgenommen und diese in Rubelform an einheimische Kunden weitergegeben. Bei einer unerwartet großen⁶ Abwertung droht den Banken, die ihren Verbindlichkeiten weiterhin in ausländischer Währung nachkommen müssen, eine zusätzliche Kapitalauszehrung.

Bisherige Stabilisierungserfolge noch sehr fragil

Die Erfahrungen verschiedener Transformations- und Schwellenländer mit umfassenden Finanzkrisen der letzten Jahre legen eine Korrelation zwischen dem "Trittbrettfahrereffekt" des Verlassens auf Fremdkapital für nationale fiskalische und Wachstumszwecke und plötzlicher Instabilität der Wirtschaft. Sowohl die Währungsturbulenzen in Mexiko 1994 als auch die jüngsten Ereignisse in den südostasiatischen Schwellenländern belegen die Gefahr, die aus einer zu großen Abhängigkeit vom Fremdkapital für das makroökonomische Gleichgewicht ausgeht. Man ist sogar um eine Erfahrung reicher geworden, denn noch vor wenigen Jahren war man der Auffassung, lediglich Portfolioanlagen seien als "heißes Geld" wegen ihrer hohen Liquidität besonders gefährlich. Nun zeigt es sich, daß ein überdimensionierter Aktienmarkt mit "Bubble-Charakter" ebenfalls unberechenbar werden kann, wenn spekulative Tendenzen nicht rechtzeitig gestoppt werden. Die künstlichen "Bubbles" können platzen, wenn die ausländischen Investoren Zweifel an der Konsistenz der Wirtschaftspolitik der Gastländer zu hegen beginnen. Insbesondere ist das Gleichgewicht der Finanzmärkte gefährdet, wenn beträchtliche Defizite der Leistungsbilanz und der öffentlichen Haushalte auf Dauer nicht überwunden werden können. Ein in Kombination aus beiden entstandenes "Zwillingsdefizit" ist noch gefährlicher. Vor allem ist Bereitschaft zu einer konsistenten Investitions- und Finanzpolitik erforderlich, damit kontinuierlich fließende ausländische Direktinvestitionen die besagten Defizite decken können.

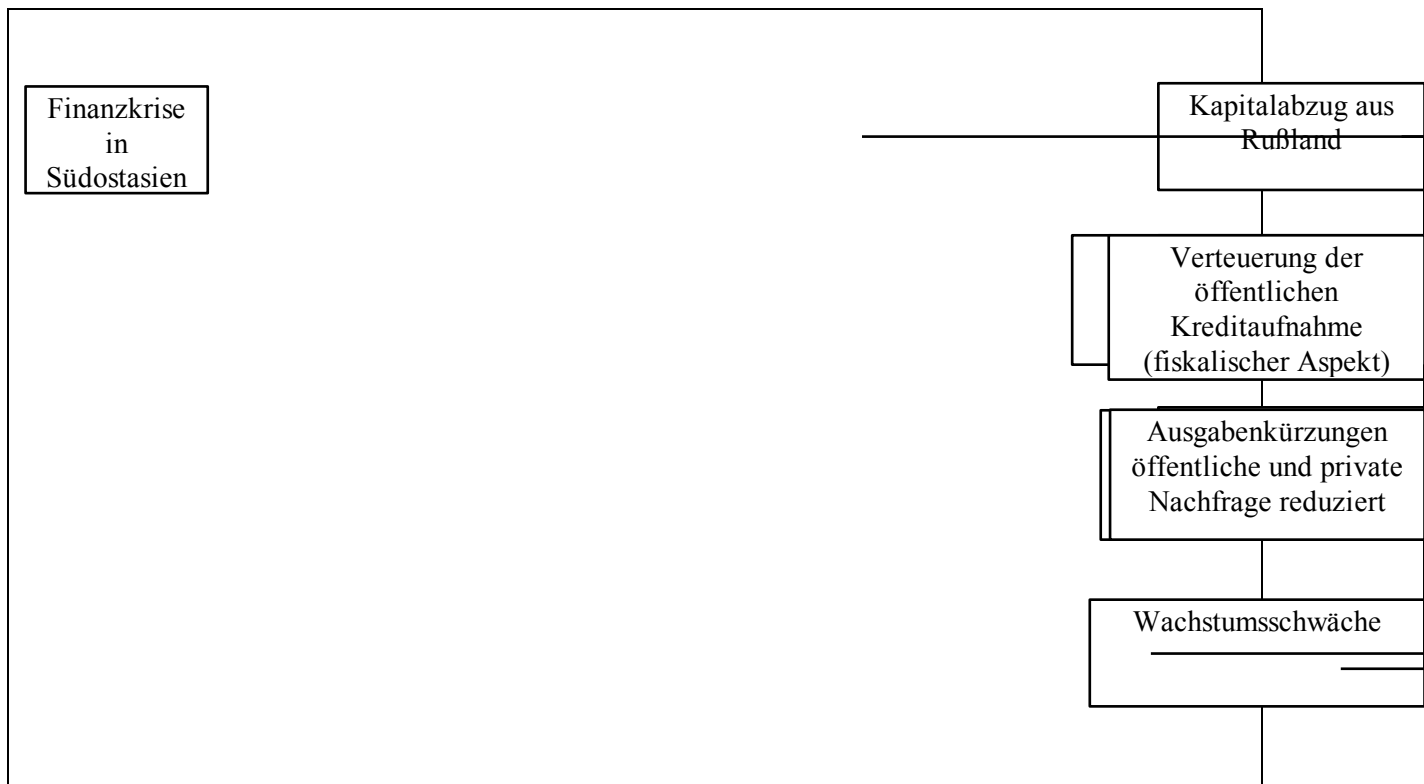
Auch in Rußland ist der Aktienmarkt gegenwärtig in einem Aufwärtstrend begriffen, wenn auch momentan ein vorübergehender Stillstand eingetreten ist. Er verzeichnete seit Anfang 1996 eine Versechsfachung. Die Börsenkapitalisierung beläuft sich derzeit mit rund 100 Milliarden Dollar auf ca. ein Viertel der inländischen Produktion (in Deutschland liegt sie bei rund einem Drittel und in den USA bei über 100% des Bruttoinlandsprodukts). Allerdings werden bei rund 130.000 privatisierten Unternehmen Aktien von weniger als 1% von ihnen gehandelt. In vielen Gesellschaften halten Management und Belegschaft die Anteile und zögern vor einem Börsengang, während in anderen Fällen die hohe Unternehmensverschuldung den Zuwachs der Aktienpreise bremst, so daß

⁵ Refinanzierung gegen Hingabe von zentralbankfähigen Wertpapieren, insbesondere GKO-Scheine.

⁶ Unerwartet groß ist jene Abwertung, die den derzeit gültigen und von der Zentralbank garantierten Kurskorridor sprengen würde.

vorwiegend Blue Chip-Unternehmen das Interesse der Anleger anziehen. So paradox es auch klingen mag, der russische Aktienmarkt profitierte bislang an seiner Unterbewertung. Im internationalen Vergleich sind russische Blue Chip-Unternehmensanteile – etwa Lukoil im Vergleich zur Konkurrenz z.B. Shell – billiger. Das lockte Investoren an, relativ risikofrei einzusteigen, allerdings eine konsequente Wirtschaftsstabilisierung voraussetzend. Die jüngsten Turbulenzen warfen einen Schatten auf die künftigen Aussichten der Wirtschaft, und der Markt reagierte mit einem Indexverlust⁷ von bis zu einem Drittel, erholte sich aber in den letzten Dezembertagen zum Teil.

Verkettung zwischen Globalisierung der Finanzmärkte und Wirtschaftswachstum in Rußland



Schwerer wurde dagegen der GKO-Markt in Mitleidenschaft gezogen, wo sich die Rendite der umlaufenden Papiere verdoppelte und weitere Ausgabenkürzungen erforderlich macht. Das ist unausweichlich, weil auch die ausländischen Teilnehmer nicht mehr bereit sind, ohne eine Spreaderweiterung⁸ der Regierung Geld zu leihen. Damit hat die internationale Finanzkrise die Grenzen der gegenwärtigen russischen Finanzpolitik hervorgehoben, und sie kann auch als ein Ansporn für weitere Anstrengungen verstanden werden. Erst die Lösung der Budgetprobleme wird die Investoren überzeugen und die Hoffnung auf Wachstum untermauern. Freilich müssen die von Regierung, Internationalem Währungsfonds, Europäischer Bank u.a. Institutionen ursprünglich prognostizierten Wachstumsraten von bis zu 3% 1998 nach unten revidiert werden. Weder die Binnennachfrage noch die Investitionen dürften unter den neuen Bedingungen ein solches Ergebnis erlauben. Die Kausalkette der einzelnen Interdependenzen macht deutlich, daß die internationale Finanzkrise die eigenen wachstumspolitischen Ziele in der Emerging-Market-Wirtschaft Rußlands beeinträchtigt.

⁷ Der Mosow Times Index erfaßt 40 Blue Chip Werte. Er schwankte zwischen einem Höchstwert von 1142 Punkten im August und 797 Punkten Ende Dezember 1997.

⁸ Spread – Renditeabweichung zwischen GKO-s und US-Schuldverschreibungen in Prozentpunkten. Bringt die von den Anlegern verlangte Risikoprämie zum Ausdruck

Da die Finanzturbulenzen in Südostasien allmählich abklingen werden, kann angenommen werden, daß sich die internationalen Rahmenbedingungen für die russische Volkswirtschaft wieder günstiger gestalten. Vieles hängt von der Wechselkurspolitik der Zentralbank ab, die in Verteidigung des Rubels an hohen Refinanzierungssätzen – Anfang Januar 1998 nominal 28% – festhält. Negativ wird sich auswirken, daß der Haushalt 1998 nicht rechtzeitig verabschiedet werden konnte, obwohl er in seinen Eckwerten

von der Duma bereits gebilligt wurde. Die Einnahmenschwäche des Fiskus hält an: Lediglich 16,6% aller Unternehmen kommen gegenwärtig ihren Steuerpflichten voll nach und etwa die Hälfte erfüllt sie mit Einschränkungen, während 34% überhaupt keine Steuern zahlen.⁹ Darüber hinaus blockieren Korruption und Mißstände in der Finanzverwaltung die Exekutive, die nicht in der Lage ist, ihre fiskalischen Aufgaben ausreichend wahrzunehmen. Dies bezieht sich insbesondere auf den aufstrebenden Dienstleistungssektor, in dem die Steuerhinterziehung blüht.

Das anhaltende Abwandern von Wirtschaftsaktivitäten aus der offiziellen in die Schattenwirtschaft verschlimmert die Situation mit den Steuerausfällen immer mehr. 1997 machte die Steuerschwäche eine Budgetnovellierung mit einer drastischen Ausgabenkürzung um 20% erforderlich. Die notgedrungene Kürzung korrespondierte weitgehend mit den akkumulierten Steuerforderungen des Staates, die sich Ende 1997 auf bis zu 11% des BIP belaufen dürften.¹⁰ Ein beträchtlicher Teil dieses Betrags entfällt auf 75 Großunternehmen der Energiewirtschaft, des Verkehrs- und Bauwesens sowie der verarbeitenden Industrie.¹¹ Demnach sind es erneut die nationalen wirtschaftspolitischen Weichenstellungen, von denen die Erreichung der makroökonomischen Ziele 1998 abhängt. Dem Staat kommt dabei eine Schlüsselrolle zu: Schätzungen zufolge verursacht jeder vom Haushalt geschuldete Rubel 4 bis 5 Rubel Zahlungsrückstände in der Volkswirtschaft. Gesamtwirtschaftlich sind föderale Budgetschuld und Steuerforderungen der öffentlichen Hand in etwa gleich.¹² Die Entflechtung und Zuordnung von Forderungen und Verbindlichkeiten zur Ermittlung der Nettoposition der Unternehmen ist eine wichtige Herausforderung vor der Reformmannschaft. Leider wurde die Steuerreform nach erfolgreichem Start 1997 praktisch auf Eis gelegt und ist ohne Aussicht auf Verabschiedung im laufenden Jahr. Das trübt den Wachstumsoptimismus und schiebt die Überwindung der Transformationskrise erneut hinaus.

Ognian Hishow

⁹ Izvestija, 31.12.1997, S. 2.

¹⁰ Russian Economic Trends, Monthly Update, 24.10.1997, S.vii.

¹¹ Russian Economic Trends, Monthly Update, 14.4.1997, S.2.; Financial Times, 12.1.1998, S. 2.

¹² Russian Economic Trends, Monthly Update, 24.10.1997, S. ix.

Die Meinungen, die in den vom BUNDESINSTITUT FÜR OSTWISSENSCHAFTLICHE UND INTERNATIONALE STUDIEN herausgegebenen Veröffentlichungen geäußert werden, geben ausschließlich die Auffassung der Autoren wieder.

© 1998 by Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Köln

Abdruck und sonstige publizistische Nutzung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe gestattet.

Belegexemplare erwünscht.

Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Lindenbornstr. 22, D-50823 Köln,

Telefon 0221/5747-0, Telefax 0221/5747-110; Internet: <http://www.uni-koeln.de/extern/biost>

ISSN 0945-4071